NPV'siyle ölçülen karlılığının, o projenin standart sapması veya değişim ka-
tsayısı ile ölçülen riskliliğini karşılamaya yeterli olup olmadığını gösteren
bir mekanizmaya sahip değildir.
* Senaryo ve simülasyon analizleri firma içerisinde projeler arasında ve ya-
tırımcıların kişisel portföylerindeki çeşitlendirmeyi ihmal eder. Dolayısıyla bir
proje kendine özgü risk temelinde oldukça yüksek derecede belirsiz geli-
rlere sahip olabilir. Fakat eğer o gelirler firmanın diğer aktifleriyle ili-
şkili değilse proje firma içi riski veya pazar riski yönünden çok riskli ol-
mayabilir. Eğer projenin gelirleriyle firmanın diğer aktifleri arasında negatif
bir korelasyon varsa, bu durum gerçekte firma riskini azaltabilir ve NPV'nin
standart sapması küçüldükçe bir firmanın toplam riskini azaltır. Benzer
şekilde eğer projenin gelirleri hisse senedi piyasasıyla pozitif korelasyona
sahip değilse oldukça değişken getirilere sahip olan bir proje bile normal olarak
toplam riskten daha çok pazar riskiyle ilgilenen ~~~~ iyi çeşitlendirme ya-
pabilmiş hisse sahipleri tarafından riskli bir proje olarak görülmemelidir.
Beta veya Pazar Riski
Bu risk ölçütleri portföy riskini hesaba katmazlar ve özellikle hangi
projenin kabul veya reddedileceği konusunda bir durumu belirtmedikleri
için objektif olmaktan uzaktırlar. CAPM bu sorunları çözmeye çalışır.
-Her projenin beta katsayısı belirlenebilirse o zaman her projenin sermaye
maliyeti CAPM formülüyle hesaplanabilir.
Risk arttıkça yatırımcı bu riski kabullenmek için daha yüksek getiri
bekler. Eğer belli bir sermaye yatırımı projesinin beklenen getirisi menkul
eğer pazar doğrusunun üzerinde yer alırsa, o riskin karşılığı beklenen geti-
riden projenin beklenen getirisi daha fazla olduğu ve projenin kabul edilmesi
gerektiği, aksine altında yer alırsa reddedilmesi gerektiği sonucuna ulaşılır.
Aktiflerin betalarının teker teker tahmininde 2 yaklaşım vardır;
1. ~~Saf~~ Yönelme Yöntemi: Firma önce sözkonusu ürünle ilgili bazı firma-
ları belirler, her firmanın betasını hesaplar ve daha sonra bu betaların ortala-
masını alarak projenin betasını tahmin eder. Aynı iş kolunda tek ürün ürete-
bazı firmaları bulur ve onların betasını kendi betasını tahmin etmek ama-
cıyla kullanır.
*Kullanılması genellikle zordur çünkü çoğunlukla aynı iş kolunda, tek ürün
üreten firmaların bulunması zordur. Bir firma kendi ana faaliyeti dışında
büyük bir yatırıma giriştiği zaman genellikle karşılaşılan durum budur.

2. Muhasebe Betası Yöntemi: Projenin betasını firmanın aktiflerinin getiri oranıyla geniş bir şirketler örnekleminin ortalama aktif getiri oranı arasında (ROA) bulunan bir regresyonla tahmin etme yöntemidir.

* Bu yolla (yani hisse piyasası verilerinden değil de muhasebe verilerinden yararlanılarak) elde edilen beta muhasebe betası olarak tanımlanır.

* Projelerin muhasebe betası sadece projeler kabul edildikten, faaliyete geçtikten, ürün üretilmeye başlanıldıktan ve muhasebe sonuçları elde edildikten sonra hesaplanır.

irma İçi Portföy Etkisi

- Teker teker ele alındığında projelerin getirileri oldukça belirsizdir. Ancak proje firmanın toplam varlıklarına oranla küçükse ve getirileri firmanın diğer varlıklarının getirileriyle ilişkili değilse, proje firma riski veya beta riski düzeyinde çok riskli olmayabilir.

roje Riski

Bir projenin kendine özgü riskinin firmanın ortalama riskinden daha fazla veya daha az olduğunu büyük bir güvenle söyleyebiliriz. O zaman projenin kendine özgü riskinin firma içi riskiyle veya şirket riskiyle aralarında oldukça yüksek bir korelasyon bulunduğunu varsayarak (ki tipik olarak öyledir) projenin kendine özgü riskinin, firmanın toplam riskinin iyi bir ölçüsü olduğunu söyleyebiliriz. Son olarak pazar riskiyle firmanın toplam riskinin araştırmaların gösterdiği gibi yüksek derecede ilişkili olduğunu varsayarak ortalamadan daha yüksek bir firma riskine sahip olan bir projenin aynı zamanda daha yüksek bir pazar riskine sahip bulunduğunu ve düşük firma riskine sahip projeler için tersinin doğru olacağını belirtmek gerekir.

Kuramsal olarak iyi çeşitlendirme yapmış yatırımcılar sadece pazar riskiyle yöneticiler de hisse senetlerinin fiyatının maksimizasyonuyla ilgilenmelidir. Bu her 2 faktör bizi doğal olarak pazar veya beta risklerinin sermaye bütçelemesi kararlarında tüm ağırlığıyla önemli olduğu sonucuna götürür. Ancak yatırımcılar iyi çeşitlendirme yapmamışlarsa veya CAPM teoriye uygun olarak işlemiyorsa yahut ölçüm sorunları yöneticilerin sermaye bütçelemesinde CAPM'i uygulamasını engelliyorsa o zaman projenin kendine özgü riskine ve firma içi riske finans teorisyenlerinin düşündüklerinden daha fazla ağırlık vermek gerekir.

- CAPM finansal güçsüzlük maliyetlerini ihmal eder. Bu nedenle açık iyi çeşitlendirme yapmış yatırımcıların bile firma yönetiminin tamamen pazar riski üzerinde konsantre olmaları yerine bir ölçüde de olsa projenin firma içi riskine önem vermelerini istemelerinin nedeni kolayca anlaşılabilir.

* Proje riskini sermaye bütçelemesi karar sürecine dahil etmenin 2 yolu vardır. Belirlilik eşiti yaklaşımında beklenen nakit akımları proje riskini yansıtacak biçimde düzeltilir. Kesin olarak bilinmeyen nakit akımları kesin olur.

+2. yöntem riske göre düzeltilmiş iskonto oranıdır. Ortalama riskli projeler firmanın beklenen getiri oranıyla, ortalamanın üstünde riskli projeler sermaye maliyetinden daha yüksek bir iskonto oranıyla, ortalamanın altında riskli projeler de sermaye maliyetinden düşük bir iskonto oranıyla iskonto edilirler. Risk tam olarak ölçülemediği için, iskonto oranlarının tam olarak ne kadar yüksek veya ne kadar düşük olacağını saptayabilecek iyi bir yöntem de yoktur. Şimdiki durumda risk düzenlemeleri yargıya dayalı veya kişisel kararlar ile yapılmaktadır.

* Riske Göre Düzeltilmiş İskonto Oranı: Belirsiz bir gelir akımına uygulanan iskonto oranı, risksiz faiz oranı artı proje gelir akımının risk düzeyine uygun olarak uygulanan bir risk primi.

Önce her belli başlı bölümün tahmini riskine ve sermaye yapısına göre bölüm sermaye maliyetleri elde edilir. 2. olarak her bölümde projeler 3 kategoriye ayrılır: Yüksek, orta, düşük riskli. Daha sonra her bölüm orta riskli projeler için kendi bölüm sermaye maliyetini iskonto oranı olarak kullanır. Düşük riskli projeleri değerlendirirken, bölüm sermaye maliyetini %1-2 puan azaltılır. Yüksek riskli projeler için de birkaç puan yükseltilir.

Uluslararası Sermaye Bütçelemesi

- Denizaşırı yatırımlarda nakit akımlarının tahmini genellikle zordur. Eğer ülkelerde yerel olarak vergi kesintileri varsa ve sermaye kazançları üzerinde sınırlamalar bulunuyorsa veya nakit akımları başka engellenirse tabiiyse ana şirkete gönderilen nakit akımlarının hem zaman ve hem büyüklüğü projenin nakit akımlarından farklı olur. Bu nedenle ana şirket açısından ilişkili sermaye bütçeleri ana şirkete dönmesi ümit edilen nakit akımlarıdır.

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların riskini eklememiz gerekir.

- Hükümet müdahalelerinin yurtdışı yatırımlarda risk analizine bir diğer boyut kazandırır. Genel olarak hükümranlık risk primleri, hükümranlık riskini düzeltmek amacıyla sermaye maliyetine eklenmez. Eğer bir şirket yönetimi belli bir ülkedeki aktiflerinin kamulaştırılacağı konusunda, ciddi endişeler taşıyorsa o ülkeye önemli yatırımlar yapmaktan kaçınır.

BÖLÜM 12: Adi Hisse Senedi ve Yatırım Bankacılığı Süreci

Genel Özkaynak: İşletmenin adi hisse senetleri, sermaye ihraç primi ve dağıtılmayan karlarının toplamıdır ve hissedarların işletmedeki toplam yatırımını gösterir.

İtibari Değer: Bir hisse senedinin ya da bir tahvilin nominal değeridir.

Dağıtılmayan Karlar: İşletmenin tüm geçmiş işleyişi boyunca temettü olarak ödemediği toplam karlarını gösteren bilanço hesabıdır. Bu karlar işletmede tekrar yatırıma dönüştürülmüştür.

Sermaye İhraç Primi: Hisse senedinin itibari değeriyle yeni hissedarların yeni ihraç edilen hisse senetlerini alırken ödedikleri miktar arasındaki farkı gösterir.

Hisse başına defter değeri: İşletmenin özkaynaklarının (adi hisse senetleri artı sermaye ihraç primi artı dağıtılmayan karlar) toplamının mevcut hisse senetleri sayısına bölünmesine eşit olan, bir hisse senedi payının muhasebe değeridir.

Ne zaman bir hisse senedi defter değerinden fazla bir fiyatla satılırsa defter değeri artacak ve eğer defter değerinden düşük bir fiyatla satılırsa tersi söz konusu olacaktır.

Adi Hisse Senedi Sahiplerinin Yasal Hakları ve İmtiyazları

Firmanın Kontrolü:

Vekalet Kavgaları: Yeni bir yönetimi göreve getirmek için, bir kişi ya da bir grup insan tarafından o kişi ya da grubun hissedarların oy kullanmaları ve işletmenin kontrolünü ele geçirmek amacıyla yapılan bir girişimdir.

Bir başka firma tarafından ele geçirilen bir firmanın hissedarlarına 2. firmanın hisselerini daha düşük bir fiyatla satın alma izni veren "Zehirli hap"

Öncelik (Rüçhan) Hakkı:

Şirket sözleşmesinde ya da yönetmeliklerinde, adi hisse senedi sahiplerine yeni hisse senetlerini (ya da hisse senetlerine dönüştürülebilen menkul kıymetleri) oransal bir temele dayalı olarak satın alma hakkı veren bir düzenlemedir.

Amacı;

1. mevcut hissedarların kontrol gücünü korumak
2. Hisse senedini piyasa değeri altında bir fiyatla satma hisse senedinin fiyatını düşürecek ve mevcut hissedarlardan yeni hisseleri alanlara bir servet transferi olacaktır.

Sınıflandırılmış Hisse Senedi: İşletmenin özel ihtiyaçlarını karşılamak için A grubu, B grubu, vb. biçiminde özel işaretler verilen bir hisse senedidir.

Sınıflandırılmış hisse senetlerinin kullanımıyla küçük ve kurulmakta olan ve halka bir biçimde finanse edilen bir şirketin halkın gelirden vazgeçmeden katılımda bulunması mümkün olurken, şirket kurucularının da şirket gelişiminin kritik dönemleri boyunca mutlak kontrolü ellerinde bulundurması sağlanmaktadır.

Aynı zamanda dışarıdan yatırımda bulunanlar, ilk sahiplerin aşırı derecede ..n gelmelerinden de korunmuş olmaktadır. Çoğu kez B grubu hisseleri "Kurucuların hisseleri" olarak da adlandırılır.

Kurucuların Hisseleri: Yalnızca oy hakları olan fakat belli bir yıl sayısı için ..mirli temettüleri olan ve işletmenin kurucuları tarafından sahip olunan ..isse senetleridir.

Rezerv Borçlanma Kapasitesi: Bir işletmenin sıkışık zamanlarda sermayeye ihtiyaç duyması durumunda borçlanma imkanı veren kullanılmayan borç kapasi..sidir.

..di Hisse Senetlerinin Avantajları / Dezavantajları

..irket Açısından Avantajları

. Adi hisse senedi firmaya hissedarlara sabit ödemelerde bulunma zorun..luğu getirmez.

. Adi hisse senedinin herhangi bir sabit ödeme tarihi yoktur, tekrar-ödeme ..orunluluğu yoktur.

.. Adi hisse senedi kredi verenler açısından zararlara karşı bir tedbir sağladığı ..çin adi hisse senedinin satışı firmanın tahvil güvenilirliğini artırır, borç ..aliyetini azaltır ve gelecekte borç kullanım yeteneğini artırır.

.. Eğer bir firmanın geleceği parlak görünüyorsa o zaman adi hisse senedi ..orçtan daha iyi koşullarla satılabilir. Hisse senedi bazı yatırımcı gruplara ..ekici gelebilir. Çünkü

a. Adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri veya borçtan daha yüksek bir toplam getiri beklentisi taşır.

b. Hisse senedi firma sahipliğini temsil ettiği için yatırımcıya beklenmeye enflasyona karşı imtiyazlı hisse senedi ve tahvillerden daha fazla riskte korunma imkanı sağlar.

.. Problemlerle yüzyüze olan bir firma, ancak yatırımcı açısından daha güven..lan borç aracılığıyla çoğu kez yeni sermaye sağlayabilir. Şirket finansçıla..unun farkında olduklarından bir "rezerv borçlanma kapasitesi" bulundurmak ..macıyla şirketin iyi zamanlarında genellikle adi hisse senediyle finans..manı benimserler.

..irket Açısından Dezavantajları

.. Adi hisse senetlerinin satışı oy hakları ve muhtemelen firma kontrolünü kı.. yeni hissedarlara verebilir.

.. Adi hisse senedi yeni hissedarlara firmanın gelirini bölüşme hakkı verir. Eğer ..rmanın karları çok yükselirse, yeni hissedarlar bu büyük kazancı paylaşırlar. (Bu ..olay şu teoriye yol açmıştır: "Eğer bir firma büyük oranda tahvil satıyorsa, .. yönetimin yeni sermayeyle finanse ettiği yatırımlardan şirketin yüksek kar.. ..lde etmeyi beklediğine ilişkin bir sinyaldir, ve yeni hissedarlar ile bu karları ..aylaşmak istemediğini göstermektedir. Diğer taraftan eğer firma yeni hisse senedi

..ukoriyorsa ve gelecekteki durumun pek parlak olmadığına ilişkin bir sinyaldir.
3. Adi hisse senedi çıkarma ve dağıtma maliyetleri genellikle imtiyazlı his... senedi veya borcun bu tür maliyetlerinden daha yüksektir.
... Eğer firma optimal sermaye yapısında istenilenden daha fazla özkaynağa sahipse, ortalama sermaye maliyeti gereken olandan daha yüksek olur.
.. Hisse senedi temettüleri vergiden muaf bir masraf değildir, fakat tahvil... faizleri vergilendirilebilir kazançtan düşülür.

Toplumsal Açıdan
- Bir bütün olarak ekonomi açısından eğer pek çok firma çok büyük mik...tarda borç kullanmış olursa, iş hayatındaki dalgalanmalar büyütülmüş ol...e küçük iş daralmaları büyük durgunluklara dönüşür.
- Organize Menkul Kıymet Borsası: Fiziki bir mekanı olan ve kayıtlı menkul ke...etlerin alış-verişini kolaylaştıran resmi bir organizasyondur.
- Tezgahüstü (OTC) Piyasa: Borsada kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin alım-satımını sağlayan ve birbirine elektronik olarak bağlı bir aracılar ağıdır.

Hisselerin piyasa işlem türleri;
1. Yerleşik halka açık şirketlerin mevcut hisselerinin alım satımı; 2. el piyasa
2. Yerleşik " " şirketler tarafından ek hisselerin satılması: 1. el piyasa
3. Kapalı tutulan firmaların yeni olarak halka açılmaları: Yeni Arz Piyasası.

Halka Açılmanın Avantajları
-. Hisselerinin bir kısmını halka satmakla, kurucular birikimlerini çeşitlendirebilirle...e böylece kendi kişisel portföylerinin riskini biraz azaltabilirler.
-. Kapalı tutulan bir firmanın hisseleri likit değildir. Halka açılan firmalar için ... problemler yoktur.
. Halka açılmayan bir işletmeye para koyacak dışarıdan insanlar bulmak genel...kle zordur.
. Halka açılan bir işletmenin değeri tartışmaya çok az yer bırakacak bi...çimde belirlenmiştir.

Halka Açılmanın Dezavantajları
. Raporlama maliyeti: Halka açılan bir şirket yıllık ve ayrıca dört ayda bir SPK'...rapor vermek zorundadır.
. Yönetim faaliyet verilerini raporlama fikrinden hoşlanmayabilir. Çünkü bu veriler ...akiplerin eline geçebilir.
. Halka açılmayan işletmelerin sahiplerinin-yöneticilerinin tartışmalı fakat ya...al olan, yüksek ücret ödemeleri gibi pek çok fırsatları vardır.
. Eğer bir firma çok küçükse ve hisseleri sık sık alınıp satılmıyorsa, gerçek...ten o zaman hisseleri likit olmayacaktır ve piyasa fiyatı hisselerin gerçek değerini yansıtmayabilir.

5. Hisselerin en az %50sine sahip olmayan halka açık firmaların yöneticileri kontrolü muhafaza etme konusunda endişelidirler.
Kayıtlı işletmeler belli ölçüde ücretsiz bir reklam ve duyurma imkanı bulurlar ve onların kayıtlı bir işletme olma durumu onlara prestij ve şöhret katardırır.
İzahname (Prospectus): Yeni bir menkul kıymet ihracını ve ihracı yapan işletmeyi tanımlayan bir belge.
Yatırım bankalarının işletmelerin birincil piyasada yeni menkul kıymetler çıkarmasına yardımcı olur ve ayrıca ayrıca ikincil piyasada aracı olarak faaliyette bulunur.
1.1. Aşama Kararları
1. Sağlanacak para
2. Kullanılacak menkul kıymet türü
3. Teklif almaya karşı pazarlık işlemi: İşletme menkul kıymetlerinin bir bölümünün satışını, en yüksek teklifi verene mi vermelidir, yoksa bir yatırım bankasıyla pazarlığa oturup işlemi yapmalı mıdır?
4. Yatırım bankasının seçimi
1.2. Aşama Kararları
1. Başlangıç kararlarını tekrar değerlendirme
2. Elinden geleni yapma ya da taahhütlü ihraçlar: Elinden geleni yapma sözleşmelerinde, yatırım bankeri menkul kıymetlerin satılacağını veya işletmenin ihtiyaç duyduğu nakdi elde edeceğini garanti etmez. Taahhütlü satış sözleşmesinde işletmeye garanti verilir ve banker böyle bir ihraçta önemli riskler üstlenir.
3. İhraç maliyetleri: Gelirlerin yüzdesi olarak hisse senetlerinin maliyetleri tahvillerin maliyetinden daha yüksektir, Küçük hacimdeki ihraçların maliyetleri de büyük hacimli ihraçların maliyetlerinden daho yüksektir. İhraç hacmi ile ihraç maliyetleri arasındaki ilişki esas olarak muhtemelen sabit maliyetlerden kaynaklanmaktadır.
4. Arz Fiyatını Belirleme: Eğer şirket daha önce halka açılmış ise halka arz fiyatı hisselerin mevcut piyasa fiyatına ya da tahvillerin getirisine göre belirlenecektir.
• Bir işletmenin hisselerinin talep eğrisinin ya yatay ya da yalnızca çok az aşağı inen bir eğimi olduğu düşünülmektedir.
• Eğer halka arz fiyatı gerçek değer fiyatının altında belirlenirse, hisse fiyatı ihraçtan sonra belirgin bir biçimde yükselecektir ve şirketin başlangıçtaki hissedarları gerekli sermayeyi sağlamak için çok fazla hisseyi başkalarına vermiş olacaklardır. Eğer halka arz fiyatı gerçek değer fiyatının üstünde belirlenmiş ise ihraç başarısızlığa uğrayacak ya da bankerler hisseleri satmada ba

ılı almışlarsa onların yatırımcı müşterileri hisse fiyatları sonucta değe
kuriyesine mimce, mutsuz olacaklardır. Dolayısıyla, mümkün olduğu kadar değ
fiyatına yakın bir tahminin yapılması önemlidir.
* Taahhütlü Satış Konsorsiyumu: Yeni bir menkul kıymet ihracının satın al
ması ve dağıtımına ilişkin riski dağıtmak için oluşturulan bir yatırım firma
arı konsorsiyumu.
Halka ilk kez açılan bir işletme için ihraç tamamlandıktan sonra, yatırım
bankerinin hisseler için pazarı muhafaza etme zorunluluğu vardır. Böyle hisseler
ipik olarak tezgah üstü (OTC) piyasada işlem görür ve taahhütlü satışı yön-
etdiren pendlikle makul bir ölçüde hisseleri likit tutmak için "bir pazar oluş-
turmayı" kabul eder.
Küçük İşletmeler için Özkaynak Sağlama
Küçük işletmelerin dezavantajlı bir konumda olduğu doğru olmasına rağmen
halka açık özkaynak piyasaları hiçbir şekilde dev işletmelerin ayrıcalıklı
alanıyetinde de değildir.
Piyasa zamanlaması, halka yeni açılmanın başarılı olmasında kritik bir faktö
dür.
Yeni bir ihracın başarısını belirlemede, zamanlamaya göre firmanın iş hatt
nem bakımından 2. sıradadır. Yeni ihraç piyasasında "hikayeli hisseler" kağ
üstünde kötü görünen finansal oranlarına rağmen, gelecekteki başarı durumu iyi
görülen hisseler yatırımcıların satın almaya istekli olduğu hisselerdir.

SOLUM 13: Uzun Dönem Borç

"Halka açılmaya göre uzun vadeli borçların 3 önemli avantajı vardır: hız, esneklik, düşük ihraç maliyeti. Esneklik; eğer bir tahvil ihracı pek çok farklı kişinin elinde bulunuyorsa, yeni ekonomik koşullar değiştirilmelerini arzu edilebilir kılsa bile anlaşmanın koşullarını değiştirmek için gerekli izni almak hemen hemen imkansızdır. Uzun vadeli borçta, borç alan borç verenle beraber oturur ve birlikte olabilecekleri değişiklikleri görüşerek sözleşmeye aktarırlar.
Çoğu uzun vadeli borçlar amortize edilmiştir. Bu borcun vadesi boyunca eşit taksitler biçiminde ödendiğini ifade eder.

Tahviller
Vadeli kredilere benzerler. Fakat bir tahvil arzı genellikle ilan edilir, halka arz edilir ve uygulamada çok farklı yatırımcılara satılır. Gerçekten, bir işletme bir tahvil ihracını sattığı zaman binlerce bireysel ve kurumsal yatırımcı tahvilleri satın alabilir. Halbuki, vadeli kredi durumunda genellikle yalnızca bir tek borç veren vardır.

İpotekli Tahviller
Sabit varlıklarla desteklenen bir tahvildir.
2. derece ipotekler bazen "alt ipotekler" olarak adlandırılır, çünkü alacak hakkı önceliği bakımından, 1. derece ipotekli tahvillere ya da üst ipoteklere göre altta bulunurlar.
Senetler: Belli bir mülkiyet üzerinde ipotekle güvenceye alınmamış bir uzun dönem borç aracıdır.
Senet sahiplerinin alacak hakkı başka bir biçimde teminat olarak gösterilmeye ... tarafından korunmaktadır.
Senetlerin kullanımı hem firmanın varlıklarının doğasına hem de firmanın genel kredi gücüne bağlıdır. Güçlü bir şirket senet kullanma eğilimi içinde olacaktır. Sabit varlıklara ipotek aracılığıyla teminat vermenin pratik olmadığı sektörlerde ... şirketler tarafından da çıkarılır.

Tali Senetler
Şirketin satılması durumunda ancak esas borçlar ödendikten sonra şirketin varlıkları üzerinde alacak hakkına sahip olan bir tahvildir.

Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil
Elinde bulunduran kimsenin tercihine bağlı olarak, çıkaran firmanın adi hisse senediyle değiştirilebilir bir tahvildir.

Varrant
Belli bir fiyatla belli sayıda hisse senedi satın alma hakkı veren bir uzun dönem opsiyonudur.

Gelir Tahvili
Elinde bulunduran kimseye ancak kar edildiği zaman faiz ödemesi sağlayan

(10)

ır tahvildir. Dolayısıyla, bu tahviller bir şirketi iflasa götürmez.
İndeksli Tahvil
Elinde bulunduranları enflasyona karşı korumak için faiz ödemeleri enflasyon endeksine dayalı olan bir tahvildir.
...ed-i Emin
Tahvil sözleşmesinin koşullarına uyulduğunu ve tahvil sahiplerinin menfaatlerinin korunduğunu sağlayan resmi yetkilidir.
Çağırma Düzenlemeleri
: Şirketin tahvil sahibine tahvilin çağrıldığı zamandaki itibari değerinden daha fazla ödemede bulunması gerektiğini genellikle ifade eder. Çağırma primi olarak ifade edilen ... ek miktar her yıl sabit bir oranda azalır.
: Faiz oranlarının oldukça yüksek olduğu zamanda bir şirketin tahvil ya da imtiyazlı hisse senedi sattığını varsayalım. İhracın çağrılabilir olduğunu düşünürsek, faiz oranları düştüğü zaman şirket daha düşük getiri oranı olan yeni bir ihraç satabilir. Daha sonra elde ettiği gelirlerle yüksek faiz oranlı ihracını ödeyerek kapatır. Böylece faiz ya da imtiyazlı temettü masraflarını azaltır. Bu süreç "tekrar fonlama işlemi" olarak adlandırılır.
: Çağrılabilir bir yeni tahvil ihracının faiz oranı, çağrılamayan bir tahvil ihracının faiz oranını aşar.
İtfa Fonu:
: Bir tahvil ya da imtiyazlı hisse senedi ihracını taksitlerle ödemek için düzenlenmiş belli bir yıllık ödemedir.
: İtfa fonu koşulunun gereğini karşılamamak iflasa gitmeye zorlayabilir.
: İtfa fonu çağrısı çağırma primi istemez, fakat ancak ihracın küçük bir yüzdesi herhangi bir yılda normal olarak çağrılabilir.
İtfa fonları bir ihracın düzenli bir biçimde alınıp geri ödendiğini sağlamak suretiyle tahvil sahiplerini korumak için düzenlenmiştir.
Sıfır Kuponlu Tahvil
Yıllık faiz ödemesi yapmayan fakat itibari değeri altında iskontolu satılan bir tahvildir.
Değişken Oranlı Tahvil
Genel seviyedeki değişmelere göre faiz oranı değişen bir tahvil
: Kupon oranı başlangıçtaki ilk, diyelim 6 aylık, dönem için belirlenir. Bu dönemden sonra her 6 ayda bir piyasadaki bir orana dayalı olarak ayarlanıyor.
: Yatırımcılar için avantajlıdır. Çünkü piyasa oranları yükselirse faiz oranı yükselir. Şirketler için de avantajlıdır. Çünkü bunu kullanmak suretiyle firmalar, kendilerini tüm borç vadesi boyunca yüksek faiz oranı ödemeye bağlamadan, uzun vadeli borçlanmaya gidebilirler.
Çöpçü Tahviller (Junk Bonds)
: Şirket birleşmelerini, destekli satın almalarını (LBO) ve problemli işletmeleri finanse etmek için kullanılan yüksek getirili ve yüksek riskli bir tahvil.
: Çöpçü tahvil işlemlerinde borç oranı aşırı derecede yüksektir. Bu nedenle tahvil sahipleri normal olarak hissedarların katlandığı kadar riske katlanmak zorunda ...

Tahvil Derecelemesi

*Yatırım Dereceli Tahviller: A ya da üç B dereceli tahvillerdir. Çoğu kurumsal ve diğer kurumsal yatırımların, kanunlara göre yalnızca yatırım dereceli ya da daha iyi tahvilleri ellerinde bulundurmalarına izin verilmektedir.

*1900'lerin başlarından beri tahvillere, onların geri ödenmeme durumuna düşme olasılığını yansıtan kalite dereceleri verilmektedir.

*Çift B ve daha düşük dereceli tahviller spekülatif ya da çöpçü tahvillerdir. Bunlar önemli bir geri ödenmeme olasılığına sahiptir.

Tahvil Dereceleme Ölçütleri

*Tahvil derecelemesi hem nitel hem de nicel faktörlere dayalı olarak yapılır:

1. Borç oranı
2. Faiz karşılama gücü oranı
3. Sabit giderleri karşılama oranı
4. Cari oran
5. İpotek koşulları: Tahvil bir ipotekle güvenceye alınmış mı? Eğer alınmışsa ve ipotek verilen mülkiyetin tahvile bağlı borca göre yüksek bir değeri varsa tahvilin derecesi arttırılır.
6. Alt sırada bulunma koşulları: Tahvil başka bir borca göre alacak hakkı bakımından daha alt sırada mı bulunuyor? Eğer öyleyse, böyle olmadığı durumda sahip olacağı derecenin en az bir çentik altında derecelendirilir.
7. Garanti koşulları: Bazı tahviller diğer firmalar tarafından garanti edilmiştir. Eğer güçsüz bir şirketin borcu güçlü bir şirket tarafından garanti edilmişse tahvile güçlü şirketin derecesi verilir.
8. Batan Fon: Sistematik bir biçimde geri ödemeyi temin etmek için tahvilin bir batan fonu var mıdır? Bu özellik derecelemeyi yapan firmalar tarafından artı olarak değerlendirilir.
9. Vade: Diğer şeyler aynı olmak koşuluyla, daha kısa vadeli bir tahvil daha uzun vadeli bir tahvilden daha az riskli olarak değerlendirilir.
10. İstikrar: Tahvili ihraç edenin satışları (karları istikrarlı mıdır?
11. Yasal Düzenleme
12. Anti tröst
13. Deniz aşırı faaliyetler: Firmanın satışları, varlıkları ve karları ne oranda deniz aşırı faaliyetlerdendir ve bu deniz aşırı ülkelerde politik ortam nasıldır?
14. Çevresel faktörler
15. Emeklilik yükümlülükleri
16. İşçi rahatsızlığı
17. Kaynak varlığı: Firma faaliyetlerini sınırlayacak muhtemel bir kıtlık kaynakları darboğazı ile karşılaşabilecek mi?

18. Muhasebe Politikaları: Eğer bir firma oldukça ihtiyatlı muhasebe politikaları uygularsa, bildirilen karları daha az ihtiyatlı prosedürler kullanması durumundaki karlarından daha yüksek nitelikte olur.

ahvil Derecelerinin Önemi

Tahvil derecelemesi hem firmalar için hem de yatırımcılar için önemlidir. Birinci olarak, tahvil derecelemesi geri ödememe riskinin bir göstergesi olduğu için, derece lerinin tahvilin faiz oranı ve firmanın borç sermaye maliyeti üzerinde doğrudan e ölçülebilir bir etkisi vardır. İkinci olarak, çoğu tahviller bireylerden kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır, ve pek çok kurum yatırım ağırlıklı menkul kıymetlerle sınırlandırılmıştır. Böylece, eğer bir firmanın tahvilleri BBB altına düşerse firmanın yeni tahviller satmada güçlükleri olacaktır. Çünkü pek çok potansiyel yatırımcının bu tahvilleri almasına izin verilmeyecektir.

erecelerdeki Değişmeler:

Bir firmanın tahvil derecelemesindeki değişmeler hem firmanın uzun dönem borç sermaye bulma yeteneği üzerinde hem de o sermayenin maliyeti üzerinde dikkate değer etkileri olacaktır. Derecelemeler, firmaları piyasadaki mevcut tahvilleri periodik olarak gözden geçirirler ve arasına ihraç edenin durumundaki değişmelerin sonucu olarak bir tahvilin derecesini yükseltirler ya da düşürürler.

Müşteriler en geniş pazara hitap etmek için işletmeler mümkün olduğu kadar çok farklı türde yatırımcıyı cezbedebilecek menkul kıymetleri halka arz etmek zorundadır.

Piyasa koşullarından yararlanmak için farklılaştırılmış menkul kıymetleri satarlarsa, bir firmanın toplam sermaye maliyetini firmanın yalnızca bir tip borç kullandığı zamanda olabilecek toplam sermaye maliyetinden daha aşağıya çekecektir.

Uzun Dönem Finansman Kararlarını Etkileyen Faktörler

1. Hedef Sermaye Yapısı: Herhangi bir finansman kararında en önemli noktalardan birisi firmanın mevcut sermaye yapısının hedef sermaye yapısına göre nasıl olduğudur. Ancak, çok az firma herhangi bir yılda tam hedef sermaye yapılarının gösterdiği gibi finanse edilirler. Zira esas olarak hedefe tam bağlılık ihraç maliyetlerini arttırır. Çünkü menkul kıymetlerin daha küçük ihraçlarının oransal olarak daha büyük ihraç maliyetleri vardır ve firmalar bir yıl borç diğer yıl hisse senetlerini kullanma eğilimi gösterirler.

2. Vade Eşleme: Yaklaşım pasiflerin vadesini finanse edilen aktiflerin (varlıkların) kullanım süresiyle eşleştirmektir. Tahviller makine eskiyip yıprandıkça geri ödenir.

3. Faiz Oranı Seviyeleri

4. Tahmin edilen Faiz Oranları

5. Firmanın Mevcut ve Tahmin Edilen Koşulları: Eğer bir firmanın mevcut fin

...al durumu zayıfsa, yöneticileri yeni uzun dönemli borç almaya isteksiz olabilirler. Çünkü;

1. Yeni bir tahvil ihracı muhtemelen derecelendirme şirketleri tarafından bir gözden geçirilmeyi başlatacaktır.

2. Bir firma zayıf durumdayken uzun dönem borç sağlama daha fazla maliyetli olacaktır ve kuvvetli olduğu durumdakinden daha sert bağlayıcı koşullara maruz kalacaktır. Bu nedenle, zayıf durumda olan fakat gelecekte daha iyi bir durumda olacağını tahmin eden bir firma, herhangi bir türdeki sürekli finansmanını işler düzelinceye kadar geciktirme eğiliminde olacaktır. Tersine, şu anda kuvvetli olan fakat tahminleri önümüzdeki dönemde muhtemel kötü bir zamanı gösteriyorsa, beklemek yerine şimdi uzun dönemli finansmanı bitirmeye istekli olur.

.. Mevcut Borç Sözleşmelerindeki Sınırlılıklar

7. Teminat Varlığı: Genellikle teminatlı uzun dönem borç teminatsız borçlardan daha az maliyetli olacaktır. Bu nedenle, oldukça satılabilir değerde, genel amaçlı, büyük miktarda sabit varlıklara sahip olan firmalar muhtemelen, özellikle ipotekli tahviller olmak üzere, oldukça büyük miktarlarda borç kullanacaktır.

Uzun Dönem Borç için Uluslararası Piyasalar

* Borç alanın memleketinin dışında satılan herhangi bir tahvil "uluslararası tahvil" olarak adlandırılır. Fakat 2 tür farklılık gösterir;

1. Yabancı Tahvil;
   1. Yabancı olan bir borç alan tarafından çıkarılan,
   2. Tüm üyeleri fonların sağlandığı ülkeden olan bir konsorsiyum tarafından bakkütle satılan,
   3. Aynı ülkenin parasıyla değeri belirlenen
   4. Tamamen o ülke içinde satılan bir tahvildir.

2. Eurobonds (Eurotahviller):

* İkinci bir uluslararası tahvil türü, uluslararası bir konsorsiyum tarafından satılan ve içinde satıldığı ülkenin parasından başka bir para birimiyle değeri belirlenen Eurobond'lardır.

* Eurobond ihraç eden bir şirket için bu sürecin en önemli özelliği muhtemelen kendi mahalli piyasalarında tahvil ihracı için istenilen bilgi açıklama düzeyinden çok daha az bilgi açıklamasının istenmesidir.

* Genellikle bu tahviller, nama yazılı tahvillerden çok hamiline yazılı biçimde ihraç edilir. Bu nedenle yatırımcıların adı ve milliyeti kayıtlara geçmez. Gerek kişisel gizlilik gerekse vergiden kaçınma nedeniyle isminin bilinmesini istemeyen yatırımcılar Eurobondları tercih ederler. Benzer

biçimde, çoğu hükümetler Eurobondlarla ilgili faiz ödemelerinden vergi almazlar.
* Deniz-aşırı ülkelerden borçlanmak suretiyle borç maliyetlerini düşürebileceklerini anlamışlardır.

Iflas ve Yeniden Örgütleme

İflas durumunda alacak hakkı bakımından, borç verenlerin firmanın geliri ve aktifleri üzerinde hem adi hem de imtiyazlı hisse senedi sahiplerine göre öncelik hakkı vardır. Ayrıca, iflas durumunda farklı sınıflardaki borç verenler farklı muamele görürler.

· İflas bir firmanın borcunun programlanmış ödemelerini karşılamaya muktedir olmadığı zaman ya da firmanın nakit akımı tahminleri firmanın yakında ödemeleri karşılamaya muktedir olamayacağını gösterdiği zaman başlar.

Eğer problem geçici bir problemse, o zaman kendisini tekrar toplaması ve işlerini tatmin etmesi için, firmaya zaman vermek amacıyla ödemeleri bir süre zamana yayan bir anlaşma düzenlenebilir.

Yönetimle borcun ve diğer alacak haklarının yeniden yapılandırılmasını kapsayan bir yeniden örgütleme için görüşmelerde bulunmak amacıyla, mahkeme tarafından teminatı olmayan alacaklıların oluşturduğu bir komite atanır. (Bir "yeniden yapılandırma", borcun vadesini uzatma, faiz oranını düşürme, borçlanılan anapara miktarını azaltma, borç için adi ya da imtiyazlı hisse senedi verme ya da bu hareketlerin bir bileşimini kapsayabilir. Eğer alacaklıların ve hissedarların menfaatine olduğu düşünülürse, mahkeme tarafından bir yediemin tayin edilebilir. Aksi durumda, mevcut yönetim kontrolü elinde tutacaktır. Dürüst ve gerçekleştirilebilir uygun bir yeniden örgütleme düzenlenemezse firma tasfiye edilecektir.

Bir işletme borcunu ödeyemez duruma geldiği zaman, işletmenin tasfiye edilerek dağıtılması ya da tekrar örgütlenerek yaşamını devam ettirmesi konusunda karar verilmesi zorunludur. Temel olarak bu karar, firmanın rehabilite edilerek belirlenecek değerine karşılık firmanın varlıklarının ayrı ayrı satılarak belirlenen değerine bağlıdır. Alacaklılara ve firmanın sahiplerine en yüksek getirileri vadeden prosedür benimsenir.

· Doğruluk: Doğruluğunun temel dayanağı alacak taleplerinin yasal ve sözleşmeye ilişkin önceliklerine göre sıra düzeni içinde tanınması gerekliliğini ifade eder.
· Uygunluk Ölçütü: Bir yeniden örgütlemede uygunluğun temel ölçüsü, yeniden örgütlemeden sonra sabit giderlerin nakit akımları tarafından karşılanıp karşılanmadığıdır.

*Eğer bir işletme yeniden örgütlenebilme sınırını çoktan aşmış ise, tasfiye edilmek zorundadır. Eğer bir işletmenin ölüsü dirisinden daha değerli ise ya da maliyetleri devam edecek durum firmanın finansal sağlığına kavuşması o kadar az bir olasılık ki alacaklılar daha yüksek bir riskle karşı karşıya kalacaklarsa, tasfiye olmalı zorundadır.

Tekrar Fonlama İşlemi

*Tekrar fonlama kararları iki ayrı soruyu kapsar;

1. Bu dönemde mevcut bir borcu çağırmak ve yenisiyle değiştirmek karlı mı?
2. Eğer bu dönemde tekrar fonlama karlı ise, fonlamanın daha geç bir tarihe ertelenmesi durumunda firmanın beklenen değeri artırılacak mı?

Tekrar fonlamanın avantajlarını analiz etmek için NPV yöntemi kullanılır. Gelecekteki nakit akımları bugüne indirgenir ve sonra bu indirgenmiş değer tekrar fonlamaya ilişkin nakit giderleriyle karşılaştırılır.

İndirgeme işleminde yeni borcun vergi sonrası maliyeti, k_d, iskonto oranı olarak kullanılır.

Çağırma primi hesaplanır
Yeni ihracın ihraç maliyetleri hesaplanır;
Eski " " " " (Eski ihracın amortize edilmemiş ihraç maliyetleri vardır)
Ek-faiz hesaplanır (Eski ihracın vergi sonrası 1 aylık ek faiz maliyeti)
Toplam vergi sonrası yatırım hesaplanır (Tahvil ihracını fonlamak için ortaya finanse edilecek yatırım gideri)
Yıllık tasarruf nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanır:
- Eski tahvillerin faizi, vergi sonrası
- Yeni " " " "
- Yeni ihracın ihraç maliyetlerinin vergi tasarrufu
- Eski ihracın ihraç maliyetleri üzerinden kaybedilen vergi avantajları
- Yıllık net nakit akımları
- Yıllık tasarrufların bugünkü değeri
Tekrar fonlamanın NPV'si hesaplanır

SOLUM 14: Karma finansman: İmtiyazlı Hisse Senedi, Finansal Kiralama (Leasing) ve Opsiyon Menkul Kıymetler

İmtiyazlı Hisse Senedi

İmtiyazlı temettüler faiz ödemelerine benzer. Temettüler miktar olarak sabittir ve genellikle adi hisse senetlerinin temettüleri ödenmeden önce ödenmek zorundadır. Ancak, imtiyazlı temettü kazanılmamış ise, yöneticiler firmayı iflasa sürüklemeden bu temettüyü geciktirebilirler. İmtiyazlı hissenin tahvil gibi sabit bir ödemesi olmasına rağmen, bu ödemeyi yapmamak iflasa götürmeyecektir.

Muhasebeciler imtiyazlı hisseleri özsermaye olarak sınıflandırmakta ve "İmtiyazlı Hisse Senedi" ya da "İmtiyazlı Özsermaye" adı altında bilançonun özkaynak bölümünde göstermektedir. Ancak, finansal analistler yapılan analizin türüne bağlı olarak, imtiyazlı hisse senetlerine kimi zaman borç kimi zamanda, özsermaye olarak işlem yapmaktadırlar.

Hisse senedi sahibi açısından imtiyazlı hisse senedi borca benzer. Bir tahvil sahibi için ise özsermayeye benzer.

Firma çok kazançlı ise adi hisse senedi sahipleriyle paylaşmak zorunda olmayacaklardır. Çünkü imtiyazlı temettüler sabittir.

İmtiyazlı Hissenin Özellikleri

1. Aktiflerde ve Gelirlerde Öncelik Hakkı: Gelirlere ve aktiflere hak talebi bakımından imtiyazlı hisse sahiplerinin adi hisse sahiplerine göre öncelik hakkı vardır. Bu nedenle, temettüler adi hisse senetlerine ödenmeden önce imtiyazlı hisse senetlerine ödenmek zorundadır! İflas durumunda da, adi hisse senedi sahipleri herhangi bir şey almadan önce imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin alacak hakları karşılanmak zorundadır. Ayrıca, adi hisse temettüleri ödenmeden önce bilançoda min. bir dağıtılmayan kâr seviyesinin gösterilmesi gerekmektedir.

2. İtibari Değer: Adi hisse senetlerinin aksine imtiyazlı hisse senetlerinin her zaman bir itibari değeri vardır. Birinci olarak, itibari değer tasfiye durumunda imtiyazlı hisse sahiplerine ödenecek miktarı belirler. İkincisi, imtiyazlı hisse temettüsü ekseriya itibari değerin bir yüzdesi olarak ifade edilir.

3. Birikmiş Temettüler: Geçmişte ödenmeyen imtiyazlı temettülerin, adi hisse senedi temettüleri ödenmeden önce ödenmesini gerektiren imtiyazlı hisse senetlerinin koruyucu bir özelliğidir.

4. Dönüştürülebilirlik: İmtiyazlı hisse senetlerinin yaklaşık %40'ı adi hisse senedine dönüştürülebilir niteliktedir.

5. Oy Hakkı: Eğer belirlenmiş bir zaman döneminde, örneğin 2.5 yıl imtiyazlı temettü ödenmezse, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine genellikle yönetici seçiminde oy hakkı verilir.

6. Batan Fon: Bugün yeni çıkarılan imtiyazlı hisse ihraçlarının çoğunda, imtiyazlı

hisselerin her yıl belli bir yüzdesini satın alma ve ödeme için bir batakfon va
dır.
7. Vade: 1970lerin ortalarında önce, çoğu imtiyazlı hisseler sürekliydi -vadesi yoktu ve hiçbir zaman geri ödeme zorunluluğu yoktu. Ancak, bugün çoğu imtiyazlı hisselerin bir batak fonu ve dolayısıyla belli bir vadesi vardır.
8. Çağırma Düzenlemesi: Çağırma düzenlemesi ihraç gerçekleştiren şirkete imtiyazlı hisseleri ödeme için çağırma hakkı verir. Tahvillerde olduğu gibi, çağırma düzenlemesi genellikle şirketin imtiyazlı hisse senedinin itibari de- ğerinden daha büyük bir miktarı ödemesi zorunluluğunu ifade eder.
Çoğu imtiyazlı hisse senedi ihraçlarının sınırlı bir birikimsellik özelliği vardır. Örneğin, geçmişte ödenmeyen temettüler yalnızca 3 yıl birikebilir.
İmtiyazlı Hisse Senedinin Avantajları / Dezavantajları
Firma Açısından:
İmtiyazlı hisseler ihraç etmek suretiyle bir firma finansal maliyetlerini sabitle- mektedir. Böylece, gelecekteki potansiyel kârlarının çoğunu mevcut adi hisse senedi sahipleri için tutabilir, ve aynı zamanda bu sabit giderleri karşılamadığı zaman gelirler çok düşük dursa, iflas tehlikesinden de korunabilir. Ayrıca, adi hisse senedi yerine imtiyazlı hisse senedi satmak suretiyle firma yeni yatırımcılarla firma kontrolünü paylaşmaktan kaçınır.
Dezavantajı: Borçtan daha yüksek bir vergi sonrası sermaye maliyeti vardır. Bu yüksek maliyetin nedeni vergilerdir. İmtiyazlı hisse senedi temettüleri vergiden mahsup edilen bir gider değildir. Vergiden mahsup etme farklılığı oldukça yüksek vergi dilimlerinde bulunan firmalar için çok daha önemlidir. Eğer bir firma kârlı olmadığı için ya da çok büyük miktarda hızlandırılmış amortisman olduğu için çok az ya da hiç vergi ödemiyorsa, faizin vergiden mahsup edilmesi ona bir anlam ifade etmeyecektir.
Yatırımcı Açısından:
Avantajı: Yatırımcılara adi hisse senetlerinden daha istikrarlı ve güvenli bir gelir sağlamaktadır, ve tasfiye durumunda adi hisselere göre önceliği vardır. Ayrıca şirketler tarafından elde edilen imtiyazlı temettünün %70'i vergilendirilmemektedir. Bu nedenle imtiyazlı hisselerin çoğu şirketler tarafından alınmaktadır.
Dezavantajı: İmtiyazlı hisse sahipleri birtakım mülkiyet riski taşımalarına rağmen gelirlerinin sınırlandırılmış olmasıdır. İmtiyazlı hisse sahiplerinin temettülere, şirket kâr etse bile yasal olarak zorlayıcı hakları yoktur. Kurumsal yatırımcıların aksine bireysel yatırımcılar için tahvillerin vergi sonrası getirileri genellikle daha riskli bile olan imtiyazlı hisse senetlerinin getirilerinden daha yüksektir.
Elektrik ve gaz firmaları sermaye yapılarının özkaynak bileşenini destekl

...yapılmış ve borçla finansmana çok başvururlar. Fakat borç verenler ve derecelendirme şirketleri daha fazla, tahvil satmaları için bir koşul olarak min. ödeme oranları isterler. Ayrıca, bu şirketler sabit varlıklara büyük yatırımlar yapmış ...dır ve bu nedenle de, bu şirketlerin efektif vergi oranlarını aşağı çeken yüksek amortisman giderleri vardır. Bu durum ise, borca karşılık imtiyazlı hisse senedinin vergi avantajını azaltmaktadır.

Finansal Kiralama (Leasing)

Kiralama birkaç farklı biçimde olur:

.Satma ve Tekrar Kiralama:

Böyle bir kiralamada, arazi bina ya da ekipmana sahip olan bir işletme, bu sabit kıymetleri başka birisine satar ve aynı anda, belli bir dönem için belli koşullarda ...nları kiralamak için sözleşme yapar.

Kiracı: Kiralanan sabit kıymete sahip olan değil onu kullanan taraftır. ve sabit kıymetin kullanım hakkını elinde bulundurur.

Kiralayan: Kiralanan sabit kıymetin sahibidir.

Ödemeler yatırımcıya - kiralayana - satış fiyatını geri getirecek ve ayrıca kiralayanın mevcut yatırımı üzerinden belli bir kâr oranı sağlayacak biçimde ...zenlenir.

.Faaliyet Kiralaması:

Kiralayanın sabit kıymetin bakım onarımını ve finansmanını sağladığı bir kiralama biçimidir, ve hem finanse etme hemde bakım-onarım imkanı sağlar.

Kiralayanın kiralanan ekipmanı bakım onarımını yapmasını gerektiren bu kiralamalarda, sağlanan bakım onarımın giderleri kiralama ödemelerinde dahil edilir.

Faaliyet kiralamasının başka önemli bir özelliği, genellikle tam amortize edilmemiş olması gerçeğidir. Başka bir ifadeyle, kiralama sözleşmesiyle istenen ödemeler ekipmanın tüm maliyetini karşılamaya yeterli değildir. Ancak, kiralama sözleşmesi, kiralanan sabit kıymetin beklenen ekonomik ömründen oldukça ...le daha kısa bir dönem için düzenlenir.

Faaliyet kiralamasının son bir özelliği de, ekseriya bir sözleşmeyi iptal etme maddesi içermesidir. Bu madde kira sözleşmesinin bitiminden önce kiralama sözleşmesini iptal etme hakkını verir. Bu, kiracı için önemli bir konudur. ...önkü bu durum, eğer teknolojik gelişmelerle sabit kıymet demode durursa, ... da kiracının işlerindeki azalma sonucu artık ihtiyacı yoksa, sabit kıymet ...si verilebilir.

.Finansal ya da Sermaye Kiralaması:

Bakım onarım hizmetleri sağlamayan kiralama biçimidir. İptal edilemez ve ...ım süresi boyunca tam olarak amortize edilir.

- Bakım onarım hizmetleri imkanı vermez
- iptal edilemez
- Tam amortize edilmektedir. (Yani kiralayan kiralanan ekipmanın tam fiyatına eşit olan kira gelirleri ve ortı yatırımın üzerinden bir kar elde eder)

Tipik bir finansal kiralama düzenlemesinde ekipmanı kullanacak firma (kiracı) kendisi sabit kıymetleri seçer ve imalatçı firmayla fiyatını ve teslim şartlarını görüşür. Kullanıcı firma daha sonra koşulları bir finansal kiralama şirketiyle görüşür ve anlaşma sağlanınca kiralayanın ekipmanı imalatçıdan ya da yetkili bayiden kendisi için satın almasını ister. Ekipman satın alındığı zaman, kullanıcı firma aynı anda kiralama sözleşmesini uygulamaya koyar.

Finansal kiralamalar satma ve tekrar kiralama düzenlemelerine benzerler. Önemli farklılık, kiralanan ekipmanın yeni olması ve kiralayanın ekipmanı kullanıcı-kiracıdan alma yerine onu bir imalatçıdan ya da yetkili bir bayiden satın almasıdır.

Bir kiralama işleminin vergi amacı ile kiralama olarak nitelendirilmesi ve böylece kiracının kira ödemelerini vergiden mahsup etmesi için, kiralama sabit kıymetin ömrüne yakın sürede alınmalıdır.

Finansal Tablo Etkileri

Bilanço dışı Finansman: Finansal kiralama sözleşmelerine konu olan aktif ve pasiflerin firmanın bilançosunda görünmediği finansmandır.

Finansal kiralama ödemeleri, firmanın gelir tablosunda faaliyet giderleri olarak gösterilir. Fakat belli durumlarda finansal kiralama sözleşmelerine konu olan ne kiralanmış aktifler ne de pasifler firmanın bilançosunda görünmez. Bu nedenle, finansal kiralama ekseriya, bilanço dışı finansman olarak adlandırılır.

Bu durumu düzeltmek için Finansal Muhasebe Standartları Kurumu (FASB) FASB #13'ü yayınlamıştır.

FASB #13, sermaye kiralamalarına girişen firmaların gayri-resmi bir finansal rehberin raporu için, bilançolarında kiralanan sabit kıymetleri ve gelecekteki kiralama giderlerinin bugünkü değerini borç olarak gösterecek bilançoların tekrar düzenlemesi zorunlu kılınmaktadır. Bu süreç "finansal kiralamanın kapitalize etme" olarak adlandırılır ve borçlanan ve finansal kiralama yapan firmaların aynı bilançolara sahip olmasına neden olur.

FASB #13'ün arkasındaki temel mantık şudur: Eğer bir firma kiralama sözleşmesi imzalıyorsa, onun kiralama ödemelerinde bulunma yükümlülüğü tıpkı onun bir borç sözleşmesi imzalamış gibi bir mecburiyet yaratmalıdır. B[illegible] [illegible] ödemelerin yerine getirilmemesi aynen bir borcun anapara ve faizle[illegible]

ödememe gibi bir firmayı iflasa götürebilir. Dolayısıyla, bir firma bir kiralama sözleşmesi imzaladığı zaman, gerçekte gerçek borç oranını yükseltmekte ve böylece erçek sermaye yapısını değiştirmektedir.

Eğer aşağıdaki koşullardan herhangi biri varsa, bir kiralama sermaye kiralaması olarak sınıflandırılacaktır. Böylece, kapitalize edilip doğrudan bilançoda gösterilecektir:

1. Kiralama sözleşmesine göre aktif kıymetin zilyeti kiralayandan kiracıya geçmektedir.

2. Kiralama, sabit kıymetin ömrünün %75'ine eşit ya da daha uzun bir dönemi kapsar.

3. Kira ödemelerinin bugünkü değeri sabit kıymetin başlangıç değerinin %90 eşit ya da daha büyüktür.

Kiracı bir aktifin kiralanmasının satın alınmasından daha az maliyetli olup madığını değerlendirmelidir. Kiralayan da finansal kiralamanın uygun bir karlılık anı sağlayıp sağlamayacağını değerlendirmelidir.

Kira ödemelerinin bugünkü değerini hesaplamak için kullanılan iskonto or (1) kira ödemelerini belirlemek için kiralayan tarafından kullanılan orandan, ya da, (2) kiracının kiralama vadesine eşit vadeli bir yeni borç için ödeyeceği faiz oranından daha düşük olmak zorundadır.

Faiz ve amortisman vergi tasarrufları negatif nakit akışları olarak gösterilir. Çünkü, bunlar gerçekte faiz ve amortisman masraflarının vergiden muaf olmasından kaynaklanan nakit girişleridir.

Finansal kiralamada kiracı kiralama dönemi sonunda kiralananı bedelsiz eya nominal bir bedelle devralabilir.

Leasing şirketleri genellikle finansal aracı kurumlardır. Bu kuruluşlar kiraladıkları varlıklar üzerinde fazla bilgiye sahip değildir. Bu nedenle finansal kiralama işlemlerinde varlığın bakım ve onarımı tamamen kiracıya aittir.

Doğrudan Kiralama: Finansal kiralama yapabilecek şirketlerin, Finansal Kiralama Kanununa göre, tanımına ilişkin açıklamalar ülkemizde bir imalatçının ettiği malları doğrudan kiraya vermesine olarak sağlanmaktadır.

Kiralama ve borçlan-satın al seçeneklerinin her ikisi için nakit akışları oldukça belirli olduğu için oldukça düşük bir oranla iskonto edilmelidirler. Çoğu analistler firmanın borç maliyetinin kullanılmasını önermektedir.

Tahmini Artık Değer: Sabit kıymetin kiralama sonunda tahmin edilen değeridir.

Opsiyonlar

Elinde bulunduranına, bir aktifi daha önce belirlenmiş bir fiyatla belli bir zaman dönemi içinde satın alma ya da satma hakkı veren bir sözleşmedir.

Kullanma Fiyatı (Striking-Exercise Price): Bir opsiyonu kullanmak suretiyle ir hisse senedi satın alındığı zaman ödenmesi zorunlu olan fiyattır.
Satınalma Opsiyonu: Belirlenmiş bir zaman dönemi içinde belli bir fiyat in bir hisse senedini satın alma opsiyonudur.
Satma Opsiyonu: Belirlenmiş bir zaman dönemi içinde belli bir fiyatta ir hisse senedini satma opsiyonudur.
Portföyünde bulunan hisse için bir satınalma opsiyonu yazan yatırımcını orsılanmış opsiyonları sattığı söylenir. Kendilerini destekleyecek hisseleri ulunmadan satılan opsiyonlar çıplak opsiyonlar olarak adlandırılır.
Hisseleri üzerine opsiyonlar verilen şirketlerin, opsiyon piyasalarıyla hiç bir işluleri yoktur. Onlar bu piyasadan ne para elde ederler ne de doğrudan demlere girerler.
Opsiyon işlemlerinin hisse senedi piyasasını istikrara ya da istikrarsızlı i götürüp götürmediği ve yeni sermaye elde etmek isteyen şirketlere yar ımcı veya engelleyici olup olmadığı konusunda yapılan çalışmalar vardır. ıdırmalar kesin sonuç verici değildir.
Formül Değeri: Süre sonu tarihinde hisse fiyatı eksi kullanma fiyatı ol ak hesaplanan, bir menkul kıymet opsiyonunun değeridir.
Formül Değeri = Hissenin Cari Fiyatı − Kullanma Fiyatı
Opsiyonlar yatırımcıya menkul kıymetleri satın aldığı zaman yüksek bir aldıraç derecesi sağlar. Daha az maliyetle daha fazla getiri sağlar. Hisse enedi satın alacağına opsiyonu (daha ucuza) alırsın ve zararın da opsiyona dediğin miktarla sınırlıdır.
Opsiyonun yüksek fiyatlarla satıldığı zamanlarda opsiyonun potansiyel rarı çok daha büyüktür. Ayrıca, hissenin fiyatı arttıkça, opsiyonun kâr de rtacak ve bağlanan para miktarı arttığından kaldıraç etkisi azalacaktı u iki faktör; düşen kaldıraç etkisi ve zararların artan tehlikesi, adi hiss enetlerinin fiyatı yükselirken primin neden düştüğünü açıklamaya yardım dır.
Hisse fiyatı ve kullanma fiyatına ek olarak bir opsiyonun fiyatı unlara bağlıdır:

1. Opsiyonun Vade Süresi: Bir opsiyonun geçerli olduğu vade süresi ne kadar uzunsa, değeri ve primi o kadar büyük olur. Opsiyonun vadesine çok vasa, hissenin fiyatının belirgin biçimde yükselme olasılığı daha fazladır.
2. Hissenin Fiyatının Değişkenliği: Aşırı derecede değişken bir hisse senedine ilişkin opsiyon, çok istikrarlı bir hisse senedininkinden daha değe olacaktır. Fiyatı ender değişen bir hisseye ilişkin bir opsiyon, büyük bir kazanç için fazla şans vermeyecektir. Öte yandan oldukça değişken bir

hisse senedinin opsiyonu küçük bir kazanç imkanı yaratabilir. Dolayısıyla böyle bir opsiyon daha değerli olacaktır. Opsiyonlardaki zararlar sınırlı olduğu için, bir hisse fiyatındaki düşmelerin opsiyon sahipleri üzerinde aynı derecede kötü etkisi yoktur. Opsiyon sahipleri, eğer bir hisse senedinin fiyatı yukarılara çıkarsa, küçük ölçüde fayda sağlarlar, fakat sıfıra kadar düşerse çok az bir şekilde kaybetmezler.

Warrantlar

*Belli bir fiyattan belli sayıda adi hisse senedi satın almak için uzun önemli bir opsiyon (tercih hakkı)

*Bir satın alma tercih hakkıdır. Genellikle borçla birlikte dağıtılır ve ... rimcıları işletmeye daha düşük bir faiz oranıyla uzun vadeli borç vermeleri için teşvik etmek amacıyla kullanılır.

*Warrantlar uzun dönemli opsiyonlardır.

Warrant tahviller için Ödenen Fiyat = Tahvilin Düz Borç Değeri + Warrantın değeri

*Ayrılabilir Warrant: Bir tahvilden ayrılabilen ve bağımsız olarak işlem ... warrant.

*Warrantlar genellikle ya borç almayı ya da imtiyazlı hisse senedi satışını kolaylaştırmak için küçük büyüyen küçük firmalar tarafından kullanılırlar. Böyle firmalar genel olarak çok riskli görülürler.

*Warrantlı bir tahvilin hem borç, hem de özkaynak özellikleri vardır. Fi... nansal yöneticiye firmanın menkul kıymet bileşimini genişletme ve daha geniş bir yatırımcı grubuna hitabetme imkanı sağlayan melez bir menkul kıymettir.

Warrant sahiplerini warrant kullanmaya teşvik eden 3 koşul vardır;

1. Warrant sahipleri, hissenin fiyatı kullanma fiyatından yüksek ve warrantların süresi bitmek üzereyse "muhakkak" warrantları kullanacaklar ve hisse senedi satın alacaklardır.

2. Eğer şirket hisse senedi temettülerini yeterli bir miktarda artırırsa warrant sahipleri "gönüllü olarak" warrantlarını kullanacaklardır. Warrantlar temettü ödemediği için warrant hiçbir gelir sağlamamaktadır. Ancak hisse senedi yüksek bir temettü öderse, cezbedici bir getiri sağlar.

3. "Kademeli kullanma fiyatları" uygulaması

Eğer şirket büyürse, muhtemelen yeni özkaynağa ihtiyaç duyar. Aynı zamanda büyüme hisse senedi fiyatlarının yükselmesine ve warrantların kullanılmasına neden olur. Böylece, firmanın da ek nakit sağlamasına yol açar.

Hisse Senedine Dönüştürülebilir Menkul Kıymetler

Sahibinin tercihine bağlı olarak ihraç eden firmanın hisse senediyle değiştirilebilir bir menkul kıymet, genellikle tahvil ya da imtiyazlı hisse senedidir.

Firmaya ek fon sağlayan varantların kullanımının aksine, değiştirme ile sermaye getirmez - borç (ya da imtiyazlı hisse) sadece adi hisse senediyle değiştirilir.

Dönüştürme Oranı (CR): Dönüştürülebilir bir tahvilin ya da bir imtiyazlı hisse senetlerinin sayısı.

$$\text{Dönüştürme Fiyatı} = \frac{\text{Tahvilin İtibari Değeri}}{\text{(CR) Dönüştürme Oranı}}$$

Dönüştürme fiyatı da, belirgin olarak hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetin satıldığı zamandaki cari piyasa fiyatının %10-30 yukarısında belirlenir. Genellikle dönüştürme fiyatı ve oranı tahvilin vadesi süresince sabittir. Bir firmanın bire iki hisse bölünmesi olacaksa, dönüştürme oranı otomatik olarak 20'den 40'a değiştirilir (düzeltilir) ve dönüştürme fiyatı 50 dolardan 25 dolara düşürülür. Eğer bu koruma sözleşmede olmasaydı, bir şirket hisse bölünmesine başvurmak suretiyle dönüştürmeyi tamamen boşa çıkarabilir.

Dönüştürme Değeri (Cv): Dönüştürülebilir bir menkul kıymeti dönüştürmek suretiyle elde edilen hisse senedinin değeri.

Eğer hissenin fiyatı zamanla yükselirse, tahvilin dönüştürme değeri de yükselir.

Tahvilin gerçek piyasa değeri daima düz borç değeri ya da dönüştürme değerinin "daha yükseğine" eşit ya da daha büyük olmak zorundadır.

Faizler oynalsa ve hisse fiyatı düşse bile tahvil değeri düz borç değerinin altına hiçbir zaman düşmez. Beklenen getiri Ks ile Kd arasında olur.

İhraç eden açısından hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetler 2 önemli avantaj sağlar. Birincisi, dönüştürülebilir menkul kıymetler, varantlı tahviller gibi, bir şirkete düz tahvillerden daha düşük faiz oranı ve daha az sınırlayıcı sözleşme koşullarıyla borç bulma imkanı verir. İkincisi, dönüştürülebilir menkul kıymetler piyasada mevcut hisse senedi fiyatlarından daha yüksek fiyatlardan hisse senedi satma imkanı sağlar.

Ancak dikkat edilmelidir ki, yönetimin hisse fiyatının, tahvilleri dönüştürmenin gelirli olacak derecede dönüştürme fiyatının yukarısında artacağını gösterebilmektedir. Eğer kazançlar yükselmez ve hisse fiyatını yukarı çekmez ise ve böylece dönüştürme fiyatı ortaya çıkmazsa, şirket bir felaket olabilecek düşük ... [illegible] borç yükünü sırtında taşır.

*Çağırma düzenlemesi, şirkete bir dönüştürmeye zorlama aracı vermektedir. Fakat, ancak hissenin piyasa fiyatı dönüştürme fiyatından daha büyükse bu olacaktır.

*Dönüştürülebilir menkul değerlerin 3 dezavantajı vardır;

1. Dönüştürülebilir bir menkul kıymeti kullanma gerçekten ihraç eden firmaya hisse senetlerini başka türlü satabileceğinden daha yüksek bir fiyattan satma fırsatı verir. Ancak, hisse senedi fiyatı büyük oranda artarsa şirket muhtemelen yüksek faiz oranına ve daha sonra, hisse senedi satıp borcu tekrar fonlamasına rağmen, eğer düz borç kullanmış olsaydı daha iyi bir durumda olmuş olacaktır.

2. Eğer firma gerçekten özkaynak sermayesi sağlamak istiyorsa ve hisse senedinin fiyatı tahviller ihraç edildikten sonra, yeteri kadar yükselmiyorsa o zaman firma borca bağlı kalacaktır.

3. Dönüştürülebilir menkul kıymetlerin tipik olarak düşük bir kupon faiz oranı vardır. Bu, dönüştürme olduğu zaman kaybolan bir avantajdır. Öte yandan varantla finansman firmaya düşük kupon faizli borcu uzun bir süre kullanmaya devam etme imkanı verir.

Eğer varantlar ya da hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetler varsa, bir firma hisse başına kazançları (HBK) 3 yoldan biriyle raporlayabilir;

1. Basit HBK: Hisse senedi sahiplerine verilecek kazançlar dönem boyunca gerçekten mevcut olan ortalama hisse senetleri sayısına bölünür.

2. Temel HBK: Dağıtılacak karlar, yakın gelecekte kullanılacak ya da dönüştürülecek warrant ve dönüştürülebilir tahviller muhtemelen hisse senedine dönüştürülebilirse mevcut olabilecek ortalama hisse senedi sayısına bölünür.

3. Değeri Tam Kaybettirilmiş HBK: "Tüm" varantların ve hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin gerçekleşme olasılığına bakılmaksızın kullanılabileceği ya da hisse senedine dönüştürülebileceği varsayılır.

Kullanılacak ya da dönüştürülecek varantlara ve dönüştürülebilir tahvillere sahip olan firmalar tarafından basit HBK hiçbir zaman rapor edilmez.

Küçük Ölçekli İşletmeler İçin Kiralama ile Finansman

Küçük bir firma için finansal kiralama şu ek avantajları sağlar;

Maliyet analizini engeller

Yöneticileri diğer işler için serbest bırakır; İlk önce, bakım onarım kayıtları

morhamon programı ve diğer kayıtların kiralanmış aktifler için tutulma zorunluluğu olmadığı için kayıt işlemleri azalır. İkincisi, doğru ve iyi ekipman arama için daha az zaman harcanabilir. Çünkü, genellikle belli bir sanayide uzmanlaşan finansal kiralama şirketleri, ihtiyaç duyulan aktifleri seçmek için gerekli bilgiyi yeterince ekonomik toplayabilirler. Üçüncüsü, ekipmanın başlangıçtaki seçimi daha az kritiktir. Çünkü aktifler demode olursa yenisiyle değiştirilebilir. Dördüncüsü, ekipmanın bakım ve onarımı kiralayan aktarılır. Finansmanı Çabucak Sağlama: Pekçok yeni küçük ölçekli işletme başlangıçta onlara uygun bir maliyetle borç para vermeye istekli olmadığının farkındadır. Finansal kiralama şirketleri, ekipmanın mülkiyetini muhafaza ettikleri için yeni başlayan firmalarla sorunlarını denemeye daha istekli olabilirler.

BÖLÜM 15: Şirket Birleşmeleri, Şirket Ayırma ve Satma, Holding Şirketler ve LBOlar

* Çoğu şirket birleşmeleri için temel motivasyon birleşen firmaların değerini artırmaktır. Bu sinerjiden doğar. Bir sinerjik birleşmede birleşme sonucu değer ayrı ayrı firmaların birleşme öncesi değerlerinin toplamını aşar.

* Sinerjik etkiler 4 kaynaktan ortaya çıkar:

1. Yönetim, üretim veya dağıtımdaki faaliyetlerin ölçek ekonomisi
2. Daha yüksek bir fiyat/kazanç oranını, daha düşük bir borç maliyetini ya da daha büyük borçlanma kapasitesini sağlayan finansal ekonomiler
3. Bir işletmenin yönetiminin gereceli olarak etkin olmadığını ve böylece elde edilen aktiflerin karlılığının şirket birleşmesi aracılığıyla artırılabileceğini ima eden farklı yönetim etkinliği
4. Azalan rekabetten kaynaklanan artan piyasa gücü

Vergi

* Vergiye ilişkin bazı düşünceler bazı şirket birleşmelerinde yöneltici bir ... olmaktadır. Örneğin çok karlı ve en yüksek vergi diliminde bulunan bir şirket, birikmiş büyük vergi borçları olan bir şirketi alabilir ve daha sonra bu vergi borçlarını kendi gelirini vergiye karşı korumak için kullanabilir.

Eğer bir şirketin nakit akımlarına göre içsel yatırım imkanları çok dar ise nakit fazlalığı olacaktır ve bu nakit fazlalığını kullanmak için tercihleri şunlar olacaktır:

1. Ek Temettü Ödemek: Eğer ek temettü öderse, hissedarları dağıtımda vergi ödemek zorunda olacaklardır.
2. Pazarlanabilir Menkul Kıymetlere Yatırmak: Hazine bonosu gibi pazarlanabilir menkul kıymetler paranın geçici bir süre için koplanacağı uygun bir yer sağlar. Fakat bu tür menkul kıymetlerin karlılık oranı hissedarların beklediği orandan daha azdır.
3. Kendi Hisse Senetlerini Geri Almak: Türkiye'de yasal değil
4. Başka bir firmayı satın almak: Fazla nakdi kullanarak başka bir işletme almanın ne alan firma ne de hissedarları için herhangi bir anda vergi sonucu yoktur.

...ama Maliyetlerinin Altında Aktifleri Satın Alma

Bir firma, aktiflerinin ikame değeri, işletmenin piyasa değerinden oldukça daha yüksek olduğu için elde edilmeye aday firma olabilir.

...ükleştirme,

Yöneticiler farklılaştırmanın firmanın kar akışını istikrarlı kıldığını ve kâr

ce, şirket riskini azaltmaya yardımcı olduğunu iddia ederler
Eğer bir yatırımcı, karların değişebilirliğinden endişe duyuyorsa, şirketin
rme satın almaları yoluyla sağlayacağından muhtemelen çok daha kolay bir
cimde hisse senedi satın alarak farklılaştırmaya gidebilir.
ontrol
Firmalarındaki hisselerin %51'inden daha altına sahip yöneticiler, firmalarını
e geçirilme tehlikesini azaltacak araçları ararlar. Şirket birleşmeleri böyle bir
raç hizmeti görebilir.
Savunma Birleşmesi: Bir şirketi ele geçirmeye daha az hedef bırakmak
ın düzenlenen bir şirket birleşmesi
irket Birleşme Türleri
Yatay Birleşme:
- Aynı ürünü ya da hizmeti üreten iki işletmenin birleşmesidir
Dikey Birleşme:
- Bir işletmeyle ona girdi sağlayan işletmelerden biri ya da müşterisi olan bir
işletme arasındaki şirket birleşmesi.
İndeş Birleşme:
- Aralarında tedarik ya da müşteri ilişkisi bulunmayan, "aynı" ürünü üreten fir-
maların dışındaki aynı genel sektör içindeki işletmelerin birleşmesi
Aykırı Birleşme:
- Tamamen farklı sektörlerdeki işletmelerin birleşmesi
- Dikey ve yatay şirket birleşmeleri genelde en büyük sinerjinin yarattığı
birleşmelerdir.
İhale Teklifi: Bir şirketin bir başka şirketin hisselerini satın almak için
genelde (ama her zaman değil) hedef şirket yönetiminin karşı olmasına rağmen
doğrudan hissedarlara yaptığı teklifdir.
Şirket Birleşme Analizi
- Alan şirket şirket birleşmesinden beklenen nakit akımlarının bugünkü değe-
rinin hedef şirket için ödemek zorunda olan fiyatı aşıp aşmadığını belir-
lemek için bir sermaye bütçelemesi analizi yapar. Eğer NPV pozitifse, alan
firma hedef firmayı satın almak için gerekli adımları atmalıdır. Öte yandan
hedef firmanın hissedarları, eğer teklif edilen fiyat, firmanın bağımsız faaliyet
ulunmaya devam etmesi durumunda, gelecekte elde etmeyi bekledikleri
nakit akımlarının bugünkü değerini aşarsa, teklifi kabul etmelidirler. Ancak
teori bir tarafa, bazı sorunlar vardır:
1. Alan satın almadan kaynaklanacak nakit akımlarını tahmin etmek
zorundadır.
2. Birleşmenin özkaynak karlılık oranı üzerindeki etkisinin, eğer varsa, ne
olacağını belirlemek zorundadır.
3. Birleşme için nasıl ödemede bulunacağına karar vermek zorundadır.

u. birleşmenin yararlarını tahmin ettikten sonra, alan ve hedef şirketler yöneticileri ve hissedarları bu yararların nasıl paylaşılacağı konusunda pazarlık etmeleri gerekmektedir.

* Finansal Analiz açısından 2 temel şirket birleşme türü vardır;

1. Bir faaliyet şirket birleşmesi, sinerji etkilerini elde etmek amacıyla iki şirketin faaliyetlerinin birleştirildiği bir birleşmedir.
2. Bir tam finansal şirket birleşmesi, birleştirilen şirketlerin tek bir birim olarak işletilmediği ve önemli faaliyet ekonomilerinin beklenmediği bir birleşmedir

* Bir tam finansal şirket birleşmesinde, eğer şirketler bağımsız olarak faaliyetlerine devam edeceklerse, birleşme sonrası nakit akımları iki şirketin beklenen nakit akımlarının toplamıdır.

Şirket Birleşmesinin koşulları 2 önemli elemanı kapsar:

1. Birleştirilmiş işletmeyi kim kontrol edecek
2. Alan firma alınan firma için ne kadar ödeyecek

* Sinerji faydaları ne kadar büyükse, pazarlık için o kadar büyük pazarlık payı olacaktır, ve birleşmenin tamamlanma olasılığı o kadar artar.

* Hedef firmanın değerini belirlemek için 2 temel faktöre ihtiyaç vardır;

1. Beklenen nakit akımlarının geliştirilmesini sağlayan bir dizi finansal tablo
2. Tahmin edilen nakit akımlarına uygulanan bir iskonto oranı ya da sermaye maliyeti: Nakit akımlarının en alt satırı özkaynak akımları olduğu için bunlar, toplam sermaye maliyeti yerine özkaynak maliyeti üzerinden iskonto edilmelidir. Ayrıca, kullanılan özkaynak maliyeti tablodaki net nakit akımlarının riskliliğini yansıtmak zorundadır.

Aracı Kurumlar

1. Birleşmelerin hazırlanmasına yardımcı olma,
2. Hedef şirketler birleşmelere karşı koymada yardımcı olma,

Beyaz Şövalye: Düşmanca bir ele geçirmeye maruz bir firmanın yönetiminin daha çabuk kabul edebileceği bir şirket.

Zehirli Hap: Bir başkası tarafından satın alınması durumunda, şirketi ciddi bir biçimde sarsacak hareket

Altın Paraşütler: Satın alınması durumunda bir şirketin yöneticilerine yapılan büyük ödemeler.

1. Şirketin yönetmeliklerini her yıl yönetim kurulu üyelerinin yalnızca 1/3'ünü seçecek biçimde değiştirme ve/veya böylece birleşmeyi onaylamak için basit çoğunluğa karşı %75'lik bir onaylamayı gerektirme

2. Teklif edilen fiyatın açık direkt olduğuna hedef firmanın hissedarlarını ikna etmek için gayrette bulunma

3. Antitröst sorunlar ortaya çıkarma

4. Borçlanma araçları çıkararak elde edilen gelirle açık piyasada hisse senetlerini geri alma.

5. Potansiyel satın alıcıyla rekabet etmek için hedef firmanın yönetiminin daha çok lokal edeceği beyaz şövalye bulma

6. Zehirli hap alma: Firma satın alınırsa tüm borçların hemen ödenmesini gerektiren koşullarla borçlanma, başlangıçta firmayı arzu edilebilir bir hedef yapan aktifleri pazarlık fiyatlarıyla elden çıkarma, firmada satın alındığında, birleşmeyi uygun olmayan hale getirecek biçimde yöneticilerine altın paraşütler verme, ve firmayı değeri tahsil edilebilir aktiflerle ve ödenecek büyük miktarda bir borçla başbaşa bırakacak savunma birleşmeleri hazırlama. Şirketler hissedarlarına şirketleri başka tarafından satın alınırsa satın alan firmanın hisselerini yarı fiyata satın alma haklarını bile vermektedirler.

...oint Ventures (Birlikte Girişim)

... İki ya da daha fazla bağımsız şirketin belli veya sınırlı bir amacı gerçekleştirmek için kaynaklarını birleştirdiği bir girişim.

Şirket Ayırma ve Satma Biçimleri

... Tüzel bir bölümün başka bir firmaya satışı

2. Ayrılan bölümün yöneticilerine satışı

... Ayrılacak bölümdeki işi ayrı bir şirket yapmak ve daha sonra hisse senetlerini bölümü ayıran firmanın hissedarlarına orantılı olarak verme.

... Aktiflerin doğrudan tasfiye edilmesi: Tasfiye işleminde bölümü tek bir bütün olarak satmak yerine bölümün aktifleri parça parça satılır.

...Destek Satın Alma, (LBO): Bir firmanın yöneticilerinin firmanın aktiflerini ...aslılık büyük ölçüde borçlanarak firmayı kendilerine satın alması durumu

Holding Şirketi

... Faaliyetlerini kontrol altına almak için bir başka firmanın yeteri kadar hisselerine sahip olan şirket

Holding Şirketlerin Avantajları

1. Kısmi mülkiyetle denetim

2. Risklerin ayrılması: Bir holding şirket sistemindeki çeşitli bağlı işletmeler ayrı tüzel kişilikler oldukları için herhangi birisinin yükümlülükleri diğerlerinden ayrıdır. Dolayısıyla, birisinin uğradığı büyük zararlar diğerlerinin aktifleri ... ...

8. Yasal ayrılık

Holding Şirketlerin Dezavantajları;

1. Kısmi Çoklu Vergilendirme; Bir holding şirketin bir bağlı işletmenin oy hakkına sahip hisselerinin en az %80'ine sahip olması durumunda karları kar ...olide ederek bildirmeye izin vermektedir. Bu durumda ana şirket tarafından ...ilde edilen temettüler vergilendirilmez. Ancak hisselerin %80'inden daha ...tine sahipseler, karlar konsolide edilemez ve holding şirketi tarafından ...ınan temettülerin %30'u için vergi ödemekle zorundadır.

2. Yasalar dolayısıyla dağılmayı zorlama kolaylığı

Kredi Destekli Satın Almalar (LBO)

Nedenleri; pazarlık etme imkanlarının varlığı, şirketlerin yetersiz düzeyde kaldıraç kullandığı durumlar, şirketi ele geçirmelerde kaldıraç kullanımını kolaylaştıran tapon tahvil (junk bond) piyasasının gelişmesi.

Genellikle, LBO şirket birleşmesinin bir alternatifidir.

LBO'ların iyi ya da kötü bir fikir olduğu henüz açık değildir. Bazı ...hükümet sorumluları ve diğerleri, söz konusu desteğin ekonomiyi istikrarsı... ...lacağı konusunda fikir belirtmişlerdir.

Bölüm:16: Sermaye Maliyeti

* Sermaye maliyeti 3 temel nedenden dolayı oldukça önemli bir konudur:
1. Bir firmanın değerini maksimize etmek için sermaye maliyetinin minimize edilmesi gerekir.
2. Finansal yöneticiler, doğru sermaye maliyeti tahmini isterler
3. Finansal yöneticiler tarafından alınan diğer pek çok karar için sermaye maliyeti tahminlerini gerektirir.

* Belli bir proje kümesini borçla finanse ederse, firma gelecekte yeni borç sağlama için potansiyelinin bir kısmını tüketmiş olacaktır.

* kd (1-T) → borcun vergi avantajı sonrası bileşen maliyeti
kp → imtiyazlı hisse senedinin bileşen maliyeti
ks → dağıtılmayan karların bileşen maliyeti
ke → yeni hisse ihraç etmek suretiyle sağlanan dışsal sermaye bileşeninin maliyeti (ke her zaman ks'den büyüktür)

* Hükümet borç maliyetinin bir kısmını öder. Çünkü faiz vergi matrahından indirilir.

* Vergi sonrası borç maliyetini kullanmanın nedeni şudur: Maksimize etmek istediğimiz firmanın hisselerinin değeri "vergi sonrası" nakit akımlarına bağlıdır.

İmtiyazlı Hisse Senedi Maliyeti: İmtiyazlı hisse senedi temettüsünün Dp, net ihraç maliyeti Pn ile bölünmesidir.

İmtiyazlı hisse temettüleri; borcun faiz gideri aksine vergi matrahından düşülemediği için kp hesaplanırken herhangi bir vergi ayarlaması yapılmamaktadır.

Zarar eden bir firma için vergi oranı sıfırdır. Dolayısıyla, vergi ödemeyen bir şirket için borç maliyeti düşürülmemektedir.

Dağıtılmayan kar maliyeti: Hissedarların firmanın hisse senetlerinden beklediği karlılık oranı.

Dağıtılmayan karlar için bir sermaye maliyeti belirlemek zorunda olmanın nedeni, "fırsat maliyeti ilkesi"dir.

Hissedarlar karları temettü olarak alabilirlerdi ve ve bu parayı başka senetlere yatırabilirlerdi. Dolayısıyla, firma en azından hissedarların kendilerinin benzer riskli seçenek yatırımlarında kazanabilecekleri kadar dağıtılmayan karlarından kazanmalıdır.

APM yaklaşımı
. Risksiz oran krf'yi tahmin etme
. Hissenin beta katsayısını tahmin etme ve bunu hisse riskinin bir endeksi olarak kullanma

5. Piyasanın ya da ortalama bir hissenin beklenen getiri oranını (k_m) ahmin etme

1. Bu değerleri CAPM eşitliğinde kullanma

ahvil Getirisi artı Risk Primi Yaklaşımı

Riskli, düşük değerli ve bunun sonucu olarak yüksek faiz oranlı borçları an firmaların özkaynaklarının da riskli ve yüksek maliyetli olacağını şünmek mantıklıdır.

k_s = Tahvil faiz oranı + Risk primi

k's'nın tahmin edilen değeri yargısaldır. Son yıllardaki ampirik çalışmalar, irmanın kendi borcu üzerinden risk priminin %2-4 arasında değiştiğini öne rmektedir.

Temettü Getirisi artı Büyüme Oranı ya da DCF

· Denge durumunda beklenen karlılık oranı istenilen karlılık oranına eşittir

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + \text{Beklenen getiri}$$

· Yeni Hisse Senedi Maliyeti: Dağıtılmayan karların maliyetine dayalı olan, fak hraç maliyetine göre artırılan dışsal özkaynak maliyetidir.

İhraç edilen yeni hisse senedinin maliyeti, ya da dışsal özsermaye maliyet eni adi hisse senetlerinin satışına ilişkin ihraç maliyetleri nedeniyle dak yüksektir

$$k_s = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

* F yeni çıkarılan hisse senedini satmak için katlanılan yüzdelik ihraç maliyetidir. Dolayısıyla, $P_0(1-F)$ yeni bir hisse senedi satıldığı zaman şirke arafından elde edilen hisse başına net fiyattır.

* Eski yatırımcıların D_t dizisini bozmadan yeni yatırımcıların bekledikleri temettü dizisini almaları için, hisse senetlerinin satışından elde edilen yeni onlar, bugünkü değeri firmanın alacağı fiyata eşit olacak bir temettü dizisi sağlayacak kadar yüksek bir karlılıkla tekrar yatırıma dönüştürülme idir.

* Hedef Sermaye Yapı: Firmanın hisse senetlerinin fiyatını maksimize edecek borç, imtiyazlı ve adi hisse senedi yüzdelikleri:

* WACC: Borç, imtiyazlı ve adi hisse senedi kalesen maliyetlerinin ağır lıklı ortalaması.

Ağırlıklar ya firmanın bilançosunda gözüken defter değerlerine ya da farklı ... değerlerine dayandırılabilir. İdeal olarak

ağırlıkla piyasa değerlerine dayandırılmalıdır. Fakat, eğer bir firmanın defter değeri ağırlıkları piyasa değeri ağırlıklarına oldukça yakınsa, defter değeri ağırlıkları piyasa değeri ağırlıkları için bir ölçü olarak kullanılabilir.

*Marjinal Sermaye Maliyeti: (MCC) Yeni sermayenin elde edilen bir ek birimin maliyeti.

*Belli bir yıl boyunca her seferinde yeni sermaye sağlandıkça WACC'in nasıl değiştiğini gösteren grafik marjinal sermaye maliyeti programı olarak adlandırılır. Kırılma noktaları olabilir. Eğer faiz oranları yükselmeye devam ederse, imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti yükselirse ya da adi hisse senetlerinin maliyeti yükselirse bu noktalar ortaya çıkar. Genel olarak herhangi bir sermaye bileşenlerinden birisinin maliyeti yükselirse bir kırılma noktası ortaya çıkacaktır.

*Yatırım Fırsatı Programı: Projelerin karlılık oranlarına göre sıralanmış firmanın yatırım fırsatlarını gösteren grafiktir.

Eğer bir projenin IRR oranı sermaye maliyetini aşarsa NPV'si de pozitif olacaktır.

Küçük İşletmeler için Özsermaye Maliyeti

*Sabit büyüme, $k_s = D_1/P_0 + g$ modelini gözönüne alalım. Şimdi ve yakın gelecekte temettü ödemeyecek olan küçük ve hızlı büyüyen bir firmaya bu model uygulanamaz. Böyle bir firma için büyüme oranlarını tahmin etme güçlüğü nedeniyledir bu. Firmanın borç maliyetine risk primi eklemeyi gerektiren yöntem bazı küçük işletmeler için kullanılabilir. Fakat firmanın sabit faiz oranlı mevcut bir borcu yoksa problemler ortaya çıkar.

CAPM modeli de genellikle kullanılabilir değildir. Çünkü eğer firmanın hisseleri borsada işlem görmüyorsa o zaman firmanın beta katsayısını hesaplayamayız. Kapalı aile şirketi için "tam oyun" CAPM tekniği diye adlandırılan tekniği kullanabiliriz. Bu teknikle, halka açık olan ve aynı işi yapan bir firmayı bulmayı, beta katsayısını tahmin etmeyi ve daha sonra bu beta katsayısını sözkonusu küçük işletme için bir ölçü olarak kullanmayı kapsar.

Ayrıca, halka açık olmayan küçük firmanın hisselerinin likit durumda olmaması için bir "likidite primi" eklemeli tarafındadır.

Küçük işletmeler ihraç maliyetlerinin etkileri nedeniyle önemli derecede dezavantajlı konumdadırlar.

Bazı araştırmacılar küçük işletme hisse senedi portföylerinin, sürekli olarak

üyük firmaların hisselerinin ortalama getirisinden daha yüksek karlar ağladığını gözlemişlerdir. Bu durum "küçük işletme etkisi" olarak adlandırılır.
"Küçük işletme etkisinin" ifade ettiği şey sermaye piyasasının küçük irmaların hisselerinden büyük firmaların başka türlü benzer hisselerinden daha yüksek karlar istediğidir. Dolayısıyla, özsermaye maliyeti küçük işletmeler için daha yüksektir.
· CAPM kuramı ile uyumlu olmaması nedeniyle küçük işletme etkisi r kural-dışı durum olmalıdır.

BÖLÜM 17: Sermaye Yapısı ve Kaldıraç

*Hedef Sermaye Yapısı: (Optimal Sermaye Yapısı) Firmanın hisselerinin fiyatını maksimize edecek sermaye yapısı. Optimal sermaye yapısı risk ve kar arasında denge kuran ve böylelikle hisselerin fiyatını maksimize eden ve aynı zamanda sermayenin maliyetini minimize eden sermaye yapısıdır.

*Sermaye yapısı kararlarını birkaç faktör etkiler. Birincisi, firmanın "işletme riski" ya da iş hayatının doğasında bulunan riskliliktir. Firmanın işletme riski ne kadar büyükse, optimal borç oranı o kadar düşüktür. İkinci temel bir faktör, firmanın vergi durumudur. Borç kullanmanın temel nedeni, faizin vergi matrahından düşürülerek efektif borç maliyetini düşürmesidir. Ancak, hızlandırılmış amortismanla, ya da geçmiş dönem zararlarının karlara mahsuluyla bir firmanın karının çoğu daha önceden vergilere karşı korunuyorsa, firmanın vergi oranı düşük olacaktır. Bu durumda borç, efektif vergi oranı daha yüksek olan bir firmaya olacağı kadar avantajlı olmayacaktır. Üçüncü önemli nokta finansal esneklik ya da olumsuz durumlarda uygun koşullarla borç sağlama yeteneğidir.

İşletme Riski

*Hiç borç kullanılmadığında firmanın faaliyetlerinin riskliliğidir. Sektörden sektöre ve bir sektördeki firmalar arasında değişkenlik gösterir. Ayrıca, işletme riski zamanla değişir.

*Küçük işletmeler ve tek ürünlü firmalar da oldukça yüksek derecede işletme riskine sahiptirler.

İşletme riski bazı faktörlere bağlıdır:

1. Talep Değişkenliği: Talep ne kadar istikrarlıysa, firmanın işletme riski o kadar düşüktür.

2. Satış Fiyatı Değişkenliği: İstikrarlı olan benzer firmalardan daha çok işletme riskine maruzdurlar.

3. Girdi Fiyatı Değişkenliği: Girdi fiyatları yüksek ölçüde belirsiz olan firmalar yüksek derecede işletme riskine maruzdurlar.

4. Çıktı Fiyatlarını Girdi Fiyatlarındaki Değişmelere Göre Ayarlama Yeteneği: Ne kadar büyükse işletme riski o kadar düşüktür.

5. Maliyetlerin Sabit Olma Derecesi (Faaliyet Kaldıracı): Eğer bir firmanın maliyetlerinin büyük bir oranı sabitse ve dolayısıyla talep düştüğü zaman azalmıyorsa, bu durum işletme riskini artırır.

Finansal Risk

Firmanın kendi faaliyetlerinin doğasında bulunan belli bir miktar riski vardır. Bu işletme riskidir.

Eğer bir firma bir LBO'da, özellikle büyük miktarda borç kullanırsa, o
amanı borcu "kapon tahvil" olarak sınıflandırılacak ve tahvil sahipleri
e ayrıca finansal riske maruz kalacaklardır. Bazı kapon tahviller pratikte
zkaynak durumuna gelirler.

aaliyet Kaldıracı

! Yüksek sabit maliyetler genellikle daha yüksek derecede otomasyona,
itmiş sermaye yoğun firmalar ve endüstrilerle ilgilidir.

. Faaliyet kaldıracı büyük ölçüde sektör ve teknoloji tarafından belirlen
Ayrıca tüm firmaların kendi kaldıraçları üzerinde biraz kontrolü vardır.

Finansal Kaldıraç

Sabit gelirli menkul kıymetlerin kullanımı demektir. Finansal riskse,
nansal kaldıraç kullanmanın sonucu olarak adi hisse senedi sahiple
nin üstüne yüklenilen ek risktir.

Gerçek uygulamada sermaye yapısı zaman zaman EBIT'i etkileyebilir.
İlk olarak eğer borç düzeyleri fazlaysa, faiz oranlarının yüksek olduğu bir
amanda firmanın karları düşük durursa firma muhtemelen finansman sağlam
mkanına sahip olmayacaktır. Bu durum, iyi yatırım imkanlarını elden ka
irma kadar inşaatı ve ar-ge programlarını başlatmaktan vazgeçmeye
gerektirebilir. İkinci olarak, zayıf bir finansal durum bir firmanın satışlarını
aybetmesine neden olabilir. Üçüncü olarak, finansal olarak güçlü olan şir-
etler hammadde sağlayan tedarikçilerle pazarlık yapma gücüne sahiptirle
ıdı borçlu ve f.los ciddi bir tehdit olan bir firmanın yönetici ve çalışanları
ıtbetmede ve çalışmalarının devamını sağlamada güçlükleri olur ya da
rimli ücretle ödemek zorunda kalır. Bunlardan dolayı, bir firmanın fi-
nansal politikasının faaliyet karı üzerinde hiç etkisi olmadığını söylemek
doğru değildir.

EPS Kayıtsızlık Analizi

EPS Kayıtsızlık Noktası: Firma isterse tamamen borç isterse tamamen adi hisse
senediyle finansmanı kullansın, EPS'nin aynı olacağı satış düzeyi

Düşük bir satış düzeyinde, eğer borç değil de hisse senedi kullanılırsa EPS
ok daha yüksektir. Ancak, borç doğrusunun daha dik bir eğimi vardır. Bu du
eğer borç kullanılırsa, hisse başına karın satışlardaki artışla daha hızlı yük
seleceğini gösterir. Kayıtsızlık noktasının altında eğer firma daha çok hisse
senedi kullanırsa EPS daha yüksek olur. Bu düzeyin yukarısında borçla fi-
nansman hisse başına daha çok kar sağlar.

. Optimal sermaye yapısı firmanın hisselerinin fiyatını maksimize eden yapıd
ve devamlı belirleyen EPS'yi maksimize eden yapıdan daha düşük olan bir
borç oranı gerektirir.